

2011/2012 内外マクロ経済予測<米国>

2011年11月18日
 広告審査番号 MFB151-111118
 MSRC 審査番号 06-A-111118-01

リスクイベントに振られながらも回復継続

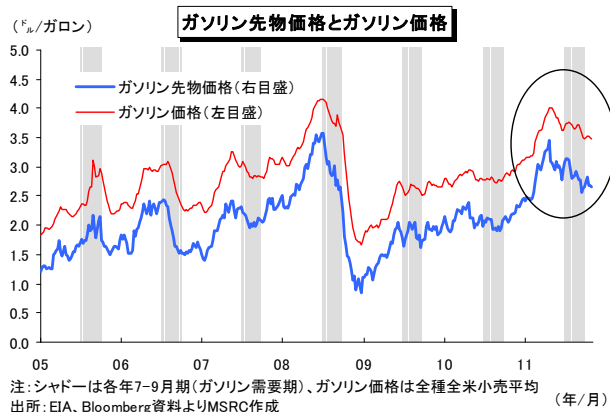
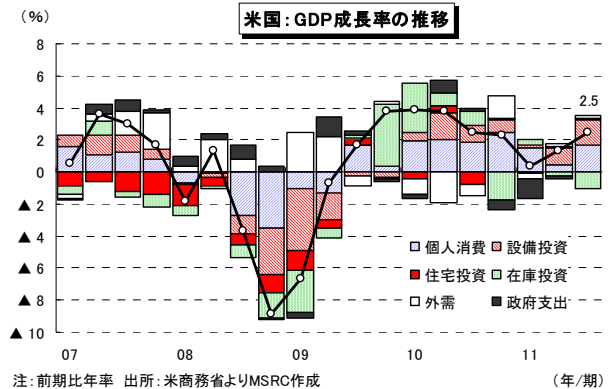
投資調査部 猿渡 英明

- 2011年7-9月期の実質GDPは前期比年率+2.5%と、前期から持ち直す動きをみせた。雇用情勢も同時に改善の動きをみせていることから、景気は年前半のソフトパッチ状態からすでに抜け出していると考えられる。ガソリン価格の調整などから個人消費が持ち直し、設備投資も堅調に推移、内需主導の景気回復が確認される。
- これまで個人消費や雇用が終始一貫として低迷してきたわけではないことを踏まえると、家計のバランスシート調整などのいわゆる構造問題により、景気が低迷し続けるとは考えづらい。バランスシート調整下でも景気回復は可能であり、リスク・イベントさえ生じなければ、その回復ペースは潜在成長率を超えることができよう。
- FRBは「時間軸の強化」や「ツイスト・オペ」などの追加緩和措置を実施、引き続き景気に対して慎重姿勢を維持している。ツイスト・オペにより大量の国債買入を実施中であることから、追加の国債買入措置は当面は考えづらいものの、住宅市場への挺入れのためのMBS買入は早々に実施される可能性がある。
- リスク要因では、①欧州債務問題、②国内財政政策—の行方に注意。また、足元は原油価格に動意がみられる点が気になる。景気回復はこの先も続くとはいえ、依然としてその足腰は弱く、かつこうしたリスク・イベントに対してとれる手段は限られてきている。持続的かつ自律的に景気が立ち直っていくためには、安定したマーケットと政治の実行力が必要であろう。

ソフトパッチ状態から抜け出す米国景気

2011年7-9月期の実質GDPは、前期比年率+2.5%と前期(同+1.3%)から持ち直す動きをみせた。当期の(非農業部門)雇用者数が月平均で前月比+13.0万人と前期(同+9.7万人)から改善をみせたことも合わせて考えれば、足元の景気は12年前半にみられたソフトパッチ状態からすでに抜け出しているとみられる。

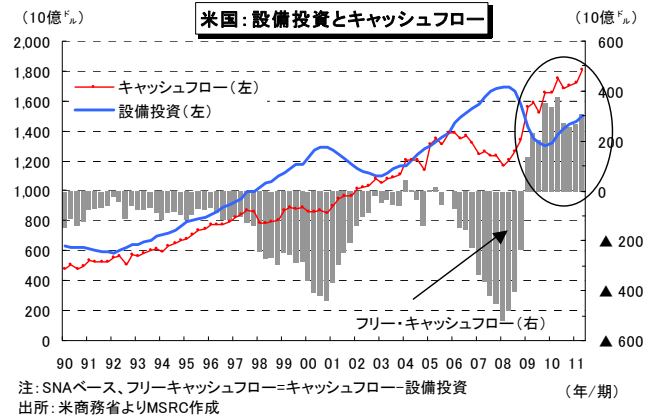
個人消費は、①ガソリン価格が4-6月期をピークに調整方向にあること、②サプライチェーンの寸断で不足していた自動車の顧客在庫が復元してきたこと、③8月に入り大幅な調整をみせた株が下げ止まりから上昇方向にあることなどを背景に、前期から持ち直しの動きをみせた。このように消費が持ち直す一方で、当期は所得の伸びが一時的に鈍化したことから、貯蓄率が大きく低下している。この点は、消費の持続性という点でやや気がかりである。しかし、これもすでに足元の雇用情勢が改善方向にあることを踏まえると、さほど心配はする必要はなかろう。雇用情勢の改善とともに所得が持ち直しの動きをみせ



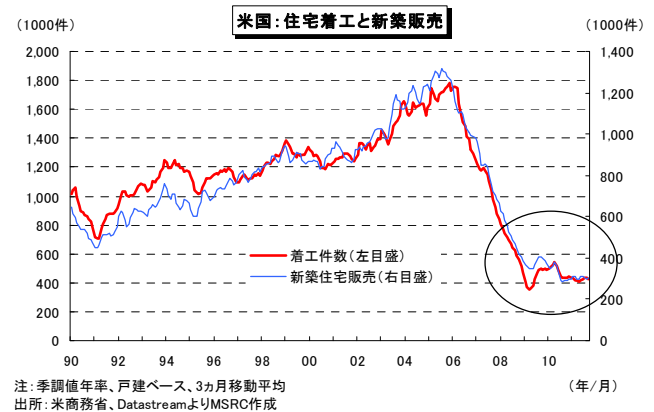
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

始めれば、貯蓄率は自ずと下げ過ぎた分を修正する動きをみせることとなろう。

設備投資は機械・ソフトウェア、構築物ともに堅調に推移し、全体として高い伸びを示している。これまで急速な回復をみせてきた情報関連投資には一服感がみられるものの、当期は生産機械や輸送機器などが堅調に推移した。懸念されてきた企業向け信用にも改善の動きがみられ、そもそも企業は高水準のキャッシュフローを確保しており、かつ社債などのよる資金調達も安定しているため、資金面からの制約は乏しいと考えられる。となれば、おそらく減税政策の変更がもたらす影響は限定的であり、この先の投資活動を左右するのは専ら需要見通し、ないしは成長期待ということになる。この点に関しては、内需が持ち直し傾向にある上、グローバル景気も、目先は減速しつつも傾向としては底堅く推移することが予想されるため、さほど大きな環境変化は想定していない。唯一、欧州債務問題を背景とした金融市場の動揺が、企業センチメントの悪化や投資タイミングの遅れをもたらす可能性には注意しておきたい。



一方、構築物投資は天候要因により振れが大きくなっているが、すでに最悪期を脱し、直近は増加傾向が定着し始めている。分野別としても、商業・医療施設から工業、通信・電力などへ、すその広がりがつつある。但し、住宅投資は2期連続の増加となったものの小幅な伸びに留まり、回復感に欠ける状態が続いている。戸建住宅の販売が引き続き低迷している上、過剰在庫が多く残されていることを踏まえると、当面は新規の建設着工が盛り上がるとは考えづらい。しかし、一方で賃貸向けを中心とした集合住宅は高い伸びを示しており、住宅投資を下支えしている。住宅ローンの借入れが困難であることなどから、戸建住宅を買うことができない世帯、またローン返済が困難となり住宅を手放した世帯などが、賃貸住宅へと流れているとみられる。こうした動きは、人口が増え続けている国の潜在的な需要を示唆する例といえよう。



輸出はグローバル景気の減速から、前期に続き低い伸びに留まった。貿易統計で地域別の動向を確認すると、中国を中心とするアジア向け輸出が底堅いながらも前年から大きく鈍化してきており、また中南米向けが緩やかに減速している。概して、金融引き締めの影響から景気がスローダウンしている新興諸国向けが重石になっているとみられ、こうした動きは今しばらく継続する可能性がある。また、今後は信用収縮などを背景とした景気悪化が懸念される欧州向けの輸出にも変化が出始める可能性がある。なお、新興諸国の多くはインフレ圧力が一巡するにつれ、足元は金融政策を徐々に緩和方向に傾けている。こうした動きは、ゆくゆくは輸出を押し上げる力となってこよう。

在庫投資は需要がソフトパッチ状態にあったことを反映して、積み上げペースが鈍化した。この結果、当期のGDP統計では在庫投資が大幅なマイナス寄与となっており、ISM指数などのサーベイ調査でも在庫DIの低下がみられる。もっとも、個人消費を中心とした最終需要が持ち直しの動き

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

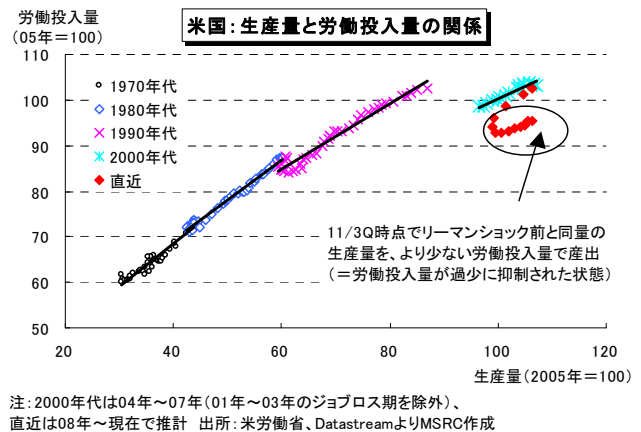
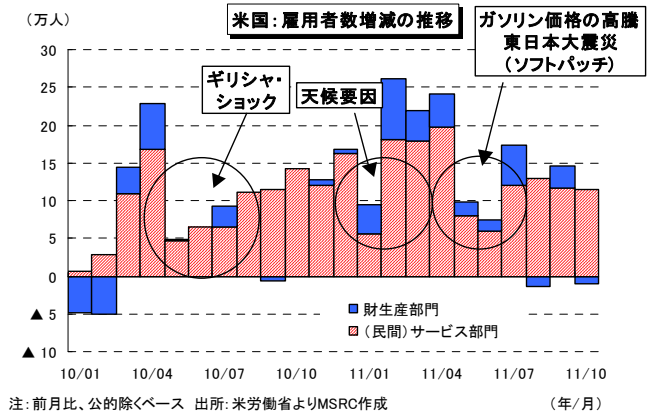
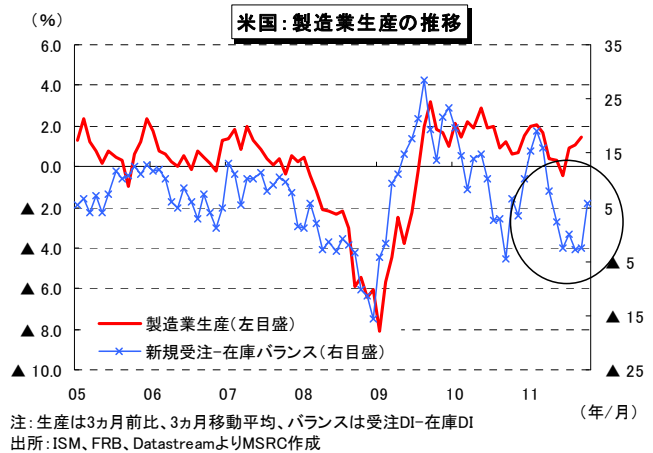
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

をみせていることを踏まえると、企業はこの先、抑制してきた在庫をより積極的に積み増す必要に迫られよう。こうした動きにより、目先の生産活動が押し上げられるほか、在庫投資は来期以降、プラス寄与に転じることとなる。

需要と雇用の相互連関が継続

12年に入っても、需要と雇用の相互連関が軸となり景気は底堅く推移するとみている。仮に雇用が7-9月期に減少に転じていたとすれば、景気後退を懸念する必要があったであろう。しかし、実際には前期から増加ペースが上向いており、振り返れば雇用が伸び悩んだのは5月と6月だけであった。こうした雇用の推移から推測されることは、企業は今回の景気回復局面において終始一貫として雇用を抑制しているのではなく、何らかのリスク・イベントに対して、機動的に雇用をコントロールしているということではなかろうか。実際、これまでの回復局面で、雇用増加ペースが大きく鈍化したのは、ギリシャ・ショックが発生した10年年央と、ガソリン価格の高騰や東日本大震災の影響を受けた11年前半だけである。それ以外の月は、およそ10万人以上の雇用が創出されていることが確認される。リスク・イベントが生じない場合にこの程度の雇用が創出されるとすれば、米国経済はこの先、自然体でも潜在成長率並みの成長は達成できると考えられよう。

但し、リーマン・ショック以降、企業が新規雇用に対して全般的に慎重な姿勢を維持しているのは確かであろう。例えば、GDP全体の水準がすでにリーマン・ショック前のピークにまで戻っているにも関わらず、雇用に関しては失った分の3割程度しか取り戻せていない。となれば、企業は労働投入量をできるだけ抑制し、生産性の改善によって生産量を高めてきたということになり、実際に労働生産性はこれまで高い伸びを示してきた。度々繰り返されるリスク・イベントによって、持続的な需要見通しや成長期待を持つことができなかつたために、企業ができるだけ雇用を抑制してきた可能性が考えられる。しかし、問題はここ最近になって、その労働生産性の伸びが概ね一巡してきていることであろう。企業が生産性の改善によって生産量を



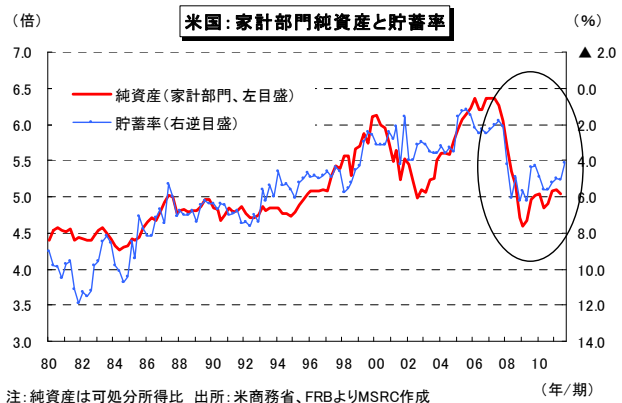
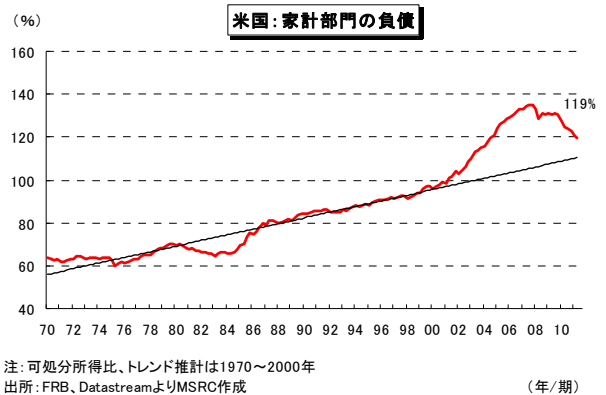
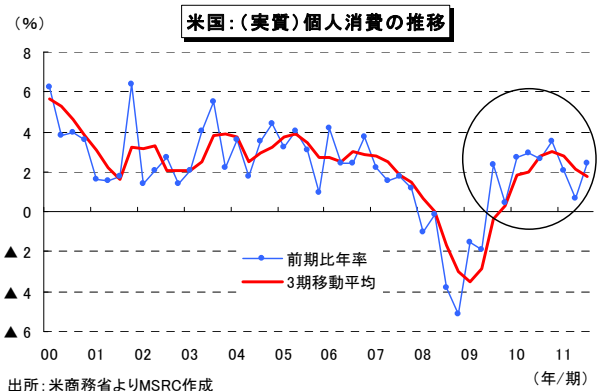
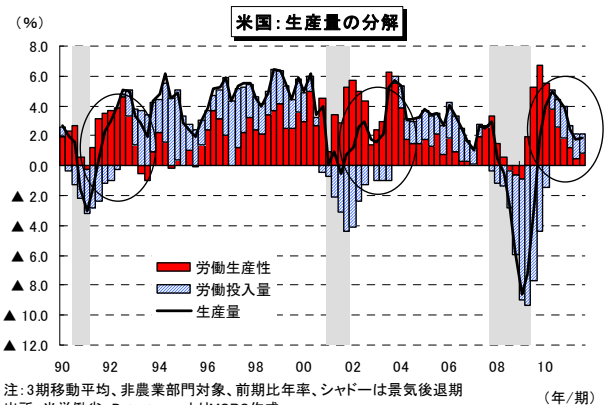
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

増やすことが難しくなっているとすれば、残る手段は労働投入量を増やす、すなわち雇用を増やすこと以外にない。米国の雇用は需要に沿って増える素地があり、そして今後はそうした動きがこれまで以上にやすくなる可能性が指摘されよう。

肝心の需要動向についても、決して悲観的になる必要はないとみている。引き続き需要の中核となるのは個人消費であり、それはたとえバランスシート調整が進むなかでも増加傾向を維持することができ、かつ実際にこれまでも底堅く推移してきたことが確認される。例えば、昨年の個人消費を振り返ると、概ね3%弱（前期比年率、実質ベース）で推移したことが分かり、年末にかけてはQE2を背景とした株価上昇にも支えられ、3%を超える動きをみせた。こうした伸び率はバブル期にみられた消費と比べ、大きく見劣りするものではない。そして、足元の個人消費も2%半ばの回復がみられ、結局、個人消費が軟調に推移したのは、今年の前半だけということになる。しかし、この時期にガソリン価格の高騰やサプライチェーンの寸断が発生したことは前述の通りである。

こうした事実は、決して家計部門のバランスシート調整の動き自体を否定するものではない。実際、家計は可処分所得比でみて依然として多くの負債を保有している。しかし、少なくとも、バランスシート調整が続く限り個人消費が低迷し続けるという見方は、これまでの実績から否定されるべきであろう。家計の貯蓄率はすでに傾向的にピークアウトの動きをみせており、これは債務返済負担により消費が阻害されているわけではないことを示すものである。実際、フローベースでみた債務負担は、すでにバブル期以前の水準にまで低下してきている。バランスシート調整下でも、家計は消費を行なっているというのが、米国景気を見通す際の当方の基礎的見解である。



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

注目すべきは構造問題よりもリスク・イベント

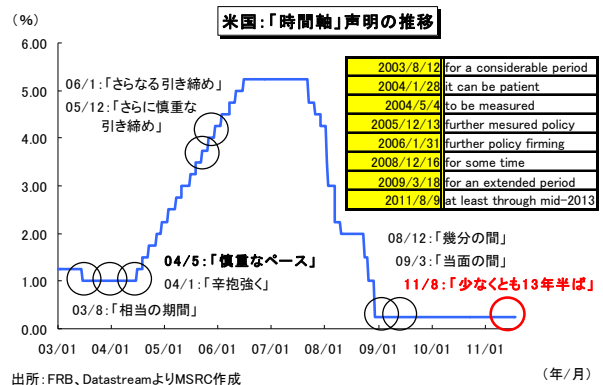
以上から、当方では引き続き需要と雇用の相互連関を軸とした景気回復が続くことを想定、目先の景気は潜在成長率をわずかに上回るペースでの回復を予想している。住宅市場の回復が遅れ、かつ家計や金融機関のバランスシート調整が続いていることは否定できず、それが潜在成長率を大きく上回る成長を阻み、かつ米国経済が外部環境の変化に対して脆弱である原因の一つとなっている可能性もあろう。

しかし、リーマン・ショック後の後退局面から脱した景気の推移をみる限り、そうした構造問題は決して景気回復そのものを阻害するものではなく、実際に景気は終始一貫として低迷し続けてきたわけではない。確かに、これまで「ストップ・アンド・ゴー」的な変動が繰り返されてきたものの、その背景にはその都度、リスク・イベントの存在が指摘される。仮に、リスク・イベントが発生せずに、企業が中期的な成長期待や安定した需要見通しを持つことができれば、より多くの雇用が創出され、それが個人消費を押し上げるという好循環がよりスムーズに進んでいたのではなかろうか。こうした点を踏まえると、当方としては、今後の景気を見通す上では、構造問題の有無よりも、リスク・イベントの有無に注目すべきであると考えておきたい。

但し、現実には欧州債務問題や国内財政政策など、米国経済を取り巻く環境にはなお様々なリスク要因が残されており、企業なり消費者のセンチメントが再び抑制される可能性は十分にあるとみている。また、12年前半は欧州景気の悪化などから、海外需要が鈍化する可能性もあろう。このため、来年前半に関しては、一時的に成長率の加速が妨げられるとみている。なお、オバマ雇用対策の中心である給与税減税については延長・拡大(1,750億ドル)を想定、11年の実質GDP成長率は+1.9%、12年は+2.7%を予想する。

追加緩和の是非を議論するFRB

景気後退懸念が高まった夏場、FRBは8月に時間軸の強化(「少なくとも13年中頃まで現行の金融緩和状態を維持する」と発表)、9月にはツイスト・オペ(FRBが保有する短期ゾーンの国債を売却し、長期ゾーンの国債を買い入れるオペ)の実施を発表した。さらに、その後もFRBは景気見通しに対して「かなりの下方リスク(significant downside risks)」を指摘しており、必要に応じて追加の金融緩和措置を実施する構えを維持している。



米FRB:経済予想(11年11月)

	11年	12年	13年	14年	長期見通し
実質GDP	1.6-1.7 2.7-2.9	2.5-2.9 3.3-3.7	3.0-3.5 3.5-4.2	3.0-3.9 -	2.4-2.7 2.5-2.8
失業率	9.0-9.1 8.6-8.9	8.5-8.7 7.8-8.2	7.8-8.2 7.0-7.5	6.8-7.7 -	5.2-6.0 5.2-5.6
インフレ率	2.7-2.9 2.3-2.5	1.4-2.0 1.5-2.0	1.5-2.0 1.5-2.0	1.5-2.0 -	1.7-2.0 1.7-2.0
同コア	1.8-1.9 1.5-1.8	1.5-2.0 1.4-2.0	1.4-1.9 1.4-2.0	1.5-2.0 -	- -

注: 下段は前回予測値、GDP、インフレ率(PCEベース)は第4四半期時点の前年比、矢印は前回のレンジ中央値との比較 出所: FRB資料よりMSRC作成

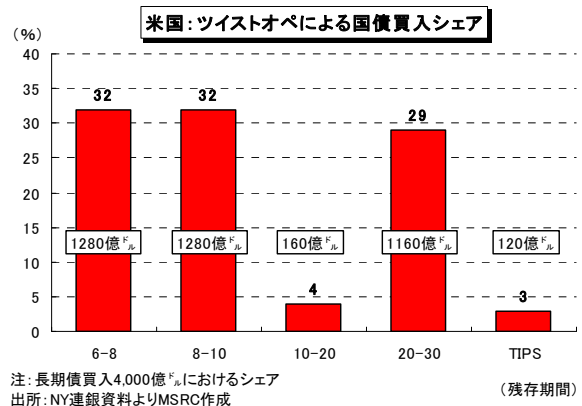
FRBは11月の経済予測において、12年のGDP成長率を2.5%~2.9%、同時に失業率を8.5%~8.7%と発表した。つまり、12年の経済成長率は概ね潜在成長率並みに留まり、かつ失業率は現行水準からほとんど低下しないということであ

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

る。こうした状況に対し、FRBは「最大限の雇用と物価の安定」という責務を持つ以上、何かしら追加策を講じるべきであろう。

しかし、その是非について、FRBはまだ結論に至っていないとみられる。例えば、こうした経済情勢を見越した上で実際された追加措置が、前回のツイスト・オペであったとすれば、ここから一段の追加策を立て続けに行なう可能性は低いであろう。特に、4,000億ドルもの国債買入を実施する中で、その効果をも見極めずにさらに追加の国債買入を実施するとは考えづらい。FRBがすでにやるべきことはやっていると考えているのであれば、追加措置を実施するためには一段の悪材料が必要となつてこよう。これまで多くの追加策を実施し、徐々に実施可能な有効手段が限られてきているという現実も考慮する必要がある。

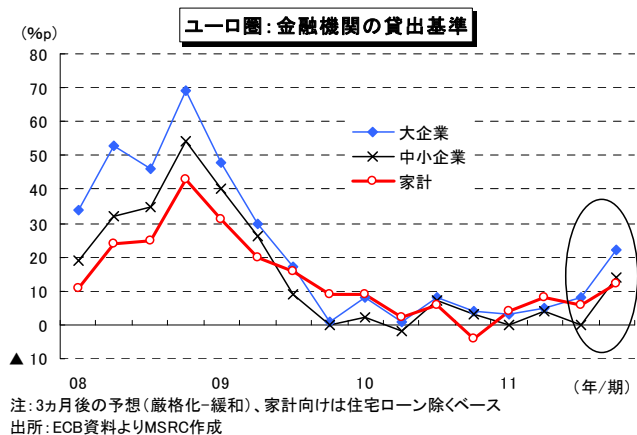


しかし一方で、バーナンキ議長は現行の景気を「いまだつほど回復ペースが遅い」と評価し、エージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）の買入オペを「実行可能な選択肢」としてしている。また、一部の理事会メンバー（ダドリー、イエレン、タルーロ）からも賛同の声が聞かれる。さらに、12年に入れば投票権を持つ地区連銀メンバーが交替となり、追加緩和に反対するタカ派が現行の3名から1名に減少することが予想される。

以上を踏まえると、MBS買入オペに関しては早々にも実施される可能性が高いといえるのではないか。FRBはまずはMBSの買入オペを実施し、その後は現行の緩和状態を維持することでしばらくは様子見姿勢を保ち、追加措置の是非を議論し続けるのではないかと見られる。但し、欧州発の金融市場の動揺や、国内財政政策の停滞などの悪材料が顕在化すれば、FRBは景気の下支えとマーケットの安定のために、より機動的に動いてくる可能性があるであろう。

回復の重石になるリスク要因

最後にリスク要因について整理しておく。当面は欧州債務問題と国内財政政策の2点に警戒が必要となつてこよう。まず、欧州債務問題については、EFSF（欧州金融安定基金）の拡大や金融機関の資本増強など、目指すべき政策の枠組みが決定した点は評価されよう。しかし、その間もマーケットの動揺は続いており、イタリアやスペインの金利上昇など、債務問題は少しずつ広がりがつある。こうした状況に対して、EFSFの救済能力拡大などのセーフティ・ネットを構築することができるのか注目される。また、金融機関の資本増強が実施される際は、増資が困難を極める結果、リスク資産を減らすことで目標とされる自己資本を達成するという動きが想定される。この結果、信用収縮が過度に強まれば、実体経済の悪化が進み、それが再び債務問題を悪化させると



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

いう負のスパイラルが始まってしまう。

米国が受ける影響として、まず実需面、すなわち輸出への影響が懸念される。米国の欧州向け輸出は全体の約 20%のシェアを持つ。但し、内需主導型の経済構造をもつ米国にとって、そもそも輸出は GDP の 15%程度でしかない。また、その欧州向け輸出のすべてが蒸発するわけではないとすれば、需要面で米国景気が欧州から受ける直接的な影響は軽微なものに留まるであろう。しかし、欧州経済が悪化する際に、欧州経済だけが単独で悪化することは考えづらい。多分に新興諸国を中心としたグローバル経済全体が欧州経済からの影響を受けることとなろう。欧州景気の悪化が長期化すればするほど、その影響は無視し得ないものとなっていこう。

そして、需要面以上に懸念されるのが金融市場からの影響であろう。リスク回避による株の下落は米国の個人消費に大きな影響を与えるであろうし、企業マインドに与える影響も無視し得ない。また、各種資産のエクスポージャーも気になることである。国債の下落が現行レベルに留まるのであればよいが、イタリアやスペイン、ひいてはフランスなどユーロ圏中核国の国債が大きく下落する場合は、米金融機関が被る損失を気にする必要がある。国債以外にも米国の金融機関は欧州諸国の国債に対する CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) を多く売っているとみられる。さらに、欧州金融機関の破綻が増えれば、貸出債権からの損失も増えることとなろう。こうしたエクスポージャーによる損失がどの程度に上るのか定かではないものの、損失が拡大すればするほど、米金融機関の体力は奪われ、同時に他社への不信感により、最悪の場合はマーケットの流動性を殺がれ金融システム不安へとつながっていくこととなろう。

一方、国内の財政政策にも注意が必要となってくる。特に、年末にかけては、①1.2~1.5兆ドルの財政赤字削減内容の決定、②オバマ雇用対策などについて、議会は結論を出していく必要がある。この際、財源の調達方法について大きな開きがある民主・共和両党が、協調姿勢を保ちスムーズに結論を出していけるのか疑問が残る。両党が従来からの主張に固執する限り、財政政策は硬直的となり、マーケットは再び政治に対する不信感を強めることとなろう。債務上限引上げ問題の時は、政治の実行力が米国債の格下げ事由の一つとして指摘された。

また、総額 4,470 億ドルのオバマ雇用対策法案が決まらない場合

Budget Control Act of 2011 (S365)	
11/8/11下院→11/8/2上院→11/8/2大統領署名	
①政府債務残高の上限引き上げ(合計2.1~2.4兆ドル)	
<ul style="list-style-type: none"> まず9000億ドルの上限引き上げを承認 その後は、財政赤字削減幅に応じて、1.2~1.5兆ドルを引き上げ(12年末までの国債発行枠を確保) 	
②財政赤字を2.4兆ドル削減(10年間)	
<ul style="list-style-type: none"> まず9170億ドルの削減を裁量的支出から行なう(内、国防費は3500億ドル) その後、年末までに残る1.5兆ドルの削減を決定する(裁量・義務的支出) 1.5兆ドルの削減は特別委員会が11/23、議会で12/23までに決定する(特別委員会は両党6名ずつの合計12名で構成) 1.5兆ドルの削減決定ができない場合は、強制的に1.2兆ドル以上の削減を実施(自動的削減措置=Automatic Sequester) 強制措置による1.2兆ドルは、国防・メディケアを含む全面的歳出削減となる(但し、メディケイド、年金、公務員給与、低所得者向け支援などは除く) 増税措置の有無は、両党の見解に相違(共和党は増税を否定) 	

出所: ホワイトハウス、下院ペイナ一議長発表資料などからMSRC作成

米国: 財政赤字削減(勧告案)のシナリオ

<前提>	信頼感	
	政治	財政規律
*11/23までに1.2~1.5兆ドルの財政赤字削減内容(勧告案)を決定する		
*勧告案がまとまらない場合は、1.2兆ドルの自動カット(Sequester発動)		
<シナリオ>		
①合意	○	○
②部分的に合意		
・部分的に削減内容を決め、残りは自動カット	△	○
・削減内容の大枠を決め、詳細は後日(2段階方式)	△	△
③不合意		
・1.2兆ドルの自動カットを実施	×	○
・法改正により合意期限を延長	×	△
・他の財源で都合をつける(アフガン・イラク撤退による最大7000億ドル)	×	×

注: 各シナリオに対して、マーケットが政治、もしくは財政規律に対して不信感を抱くケースを分類
出所: 各種資料よりMSRC作成

オバマ雇用対策(The American Jobs Act)/総額4470億ドル	予算(億ドル)
11/9/8: 大統領発表	
①中小企業雇用対策	700
<ul style="list-style-type: none"> 雇用主負担の給与税を軽減(6.2%→3.1%) 設備投資減税の延長(12年末まで100%の即時償却) 	
②雇用創出対策	1,400
<ul style="list-style-type: none"> 公務員(教職員・警官・消防士)の再雇用 教育施設、交通インフラへの投資 	
③雇用復帰支援	620
<ul style="list-style-type: none"> 失業保険(UI)制度の改善 長期失業者の雇用に対するインセンティブ 	
④家計向け所得支援	1,750
<ul style="list-style-type: none"> 給与税減税の延長と拡大(6.2%→4.2%→3.1%、12年末まで) 	

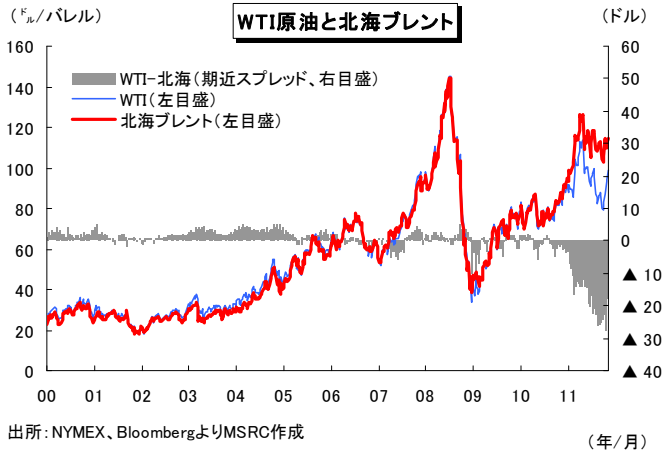
注: 主要項目のみ掲載 出所: 米商務省、ホワイトハウス、OMB(行政予算局)発表資料よりMSRC作成

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

は、経済見通しを現時点から下方修正する必要がでてくる。特に、給与税減税の延長・拡大（1,750億ドル）が決まらない場合は、12年に入ってからの個人消費に下押し圧力がかかってしまう。さすがに4,470億ドルの景気対策すべてが成立するとは考えづらいものの、景気悪化が民主・共和両党のどちらにも得にならないことを考慮すれば、最終的には両党の妥協によって、必要最低限の景気対策は打ち出されることになるのではないかと。

ちなみに、足元は原油価格の動きに再び注意が必要となり始めている。グローバル的な景気減速を背景に、ここ最近では全般的にコモディティ価格が軟調に推移してきたが、直近では、①米国景気が持ち直しの動きに転じたこと、②FRBが追加緩和の可能性をちらつかせていること、③新興諸国がこれまでの金融引き締め政策を見直し始めていること一などから、原油価格に動意がみられる。欧州債務問題が燃える中では、マーケットは基本的にはリスク回避的な動きをみせ続けると考えられることから、目先、原油価格が高騰する可能性は低いとみられる。それでも、景気回復の足腰が弱い中での価格上昇は、多少であっても重荷になる可能性は否定できない。現に米国景気にソフトパッチをもたらした主因はガソリン価格の上昇であったと考えられるが、そのガソリン価格は現時点で3.5ドル（/ガロン、全米小売価格）近辺で推移しており、ピーク時の4ドルからさほど大きくは低下してはいない。



また、後にマーケットがリスク選好的に傾いてくれば、コモディティ価格が期待先行的に高騰していくリスクはなお残されている。そうしたコモディティ価格の変動に対して、G20レベルで国際的な対応枠組みが徐々に形成されてきてはいるものの、その詳細や実効性は依然として明らかではない。コモディティ価格が持続的な景気回復を阻害するリスクに対して、果たして有効な手立てを探し出すことができるのかについては、後に再びグローバルな課題として浮上してこよう。

コモディティ市場規制の国際的動き	
08年7月	北海道洞爺湖サミット 商品先物市場の透明性向上を要求する決議
11年4月	ワシントンG20会合 IOSCO(証券監督者国際機構)に規制監督の最終提言をまとめるよう指示
11年9月	IOSCO 商品デリバティブ市場の改革案を発表 ①取引内容の定期的な情報開示 ②大手取引者の持高制限 ③ファンド出資者の情報開示 ④情報蓄積のための期間設立
11年10月	IOSCO 投機的取引の規制案を発表(28品目) (実施時期は未定-12年後半の見通し) ・相対取引を含む包括的な建玉制限

出所: 各種資料よりMSRC作成

以上のようなリスクが顕在化してきた際に、米国がとれる追加的な景気対策・手段は、財政・金融政策ともにはや限られてきている。また、仮に政策対応の余地があるとしても、ねじれ状態にある議会が迅速な対応を取れるのか不透明感が強い。こうした政治の硬直性は大統領選挙に近づくにつれ、より高まっていく可能性がある。

また逆に、景気回復に安定感が出てきたとしても、次は、過去に経験のないレベルからの財政・金融政策の正常化を、景気回復を阻害することなく円滑に進めていかななくてはならない。その正常化のプロセスが遅れることは、再び新たなリスク要因を生むことにつながりかねない。以上を踏まえると、あらゆる意味で正常までには程遠い米国経済の見通しに対しては、構造問題を盾に終始、悲観的である必要はないと考えられるものの、今しばらくは慎重なスタンスを忘れるべきでもなからう。足腰の弱い景気が持続的、かつ自律的に回復していくために今もっとも重要なことは、マーケットの安定とリスク・イベントをコントロールし得る政治の実行力であるように思える。◆

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

米国経済予測 総括表

(単位:%)

	2010				2011(予)				2012(予)				2010	2011(予)	2012(予)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	2.5	3.0	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	1.9	2.7
前年同期比	2.2	3.3	3.5	3.1	2.2	1.6	1.6	1.8	2.4	2.7	2.8	2.8			
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.7	2.4	2.8	2.6	2.6	2.7	2.8	2.0	2.3	2.5
* 在庫	1.9	2.1	1.9	2.5	1.5	0.5	1.7	2.0	1.8	1.8	1.9	2.0			
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	10.3	16.3	9.7	8.1	8.2	8.7	9.1	4.4	9.2	9.7
* 在庫	0.6	1.6	1.0	0.8	0.2	1.0	1.5	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0			
住宅投資	▲15.3	22.8	▲27.7	2.5	▲2.5	4.2	2.4	3.4	4.2	5.0	5.8	6.6	▲4.3	▲1.7	4.3
* 在庫	▲0.4	0.5	▲0.8	0.1	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2			
* 純輸出	3.1	0.8	0.9	▲1.8	0.3	▲0.3	▲1.0	0.4	0.2	0.1	0.3	0.4	1.6	▲0.2	0.1
輸出	▲1.0	▲1.9	▲0.7	1.4	▲0.3	0.2	0.2	▲0.4	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.5	0.0	▲0.1
* 在庫	7.3	10.0	10.0	7.8	7.9	3.6	4.0	6.5	5.3	5.6	7.2	8.0	11.3	6.8	5.7
* 在庫	0.9	1.2	1.2	1.0	1.0	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7	1.0	1.1			
輸入	12.6	21.6	12.3	▲2.3	8.3	1.4	1.9	7.6	5.2	4.2	6.3	7.2	12.5	5.3	5.1
* 在庫	▲1.8	▲3.1	▲1.9	0.4	▲1.4	▲0.2	▲0.3	1.2	0.9	0.7	1.0	1.2			
政府支出	▲1.2	3.7	1.0	▲2.8	▲5.9	▲0.9	0.0	▲0.7	▲1.2	▲1.7	▲2.2	▲2.5	0.7	▲1.9	▲1.2
* 在庫	▲0.3	0.8	0.2	▲0.6	▲1.2	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.5			
名目GDP 前期比年率	5.5	5.4	3.9	4.2	3.1	4.0	5.0	4.9	4.4	4.2	4.7	5.2	4.2	4.1	4.6
GDPデフレーター 前年比	0.6	1.1	1.4	1.5	1.8	2.1	2.4	2.4	2.2	1.9	1.8	1.9	1.1	2.2	1.9
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	9.1	9.1	9.0	8.9	8.8	8.7	8.6	-	-	-
雇用者数増減 万人	3.9	18.1	▲4.6	13.9	16.6	9.7	13.0	10.9	12.2	14.2	16.7	19.4	-	-	-
(名目)個人所得	6.9	6.3	4.2	4.1	8.8	4.6	0.9	4.9	6.9	5.0	5.3	5.6	3.7	5.1	5.0
(名目)可処分所得	6.8	5.9	3.3	3.5	5.2	3.9	0.6	4.5	6.3	4.4	4.6	4.8	3.6	3.8	4.4
貯蓄率	4.9	5.6	5.6	5.2	5.0	5.1	4.1	4.3	4.7	4.7	4.6	4.6	-	-	-
POEデフレーター 前年比	2.4	2.0	1.5	1.3	1.8	2.5	2.9	2.6	2.1	1.7	1.7	1.9	1.8	2.5	1.8
同 コア 前年比	1.7	1.5	1.3	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	1.7	1.5	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	0.5	5.1	3.4	4.7	3.3	4.7	6.5	5.3	4.0	4.1
FFレート誘導水準	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	-	-	-
長期金利	3.70	3.47	2.77	2.86	3.44	3.19	2.40	1.7~2.6	2.0~2.6	2.0~2.8	2.2~3.0	2.4~3.2	-	-	-

注: 前期比年率(但し、物価指標は前年比、雇用者数は非農業部門の月平均)。需要項目の下限(*)、在庫、純輸出は寄与度。
 FFレートは期末値を表示(但し、当面の利上げは準備預金への付利金利を用いる見直し)。長期金利は10年物国債利回り、実績は期中平均、予測はレンジで表示。
 出所: 米商務省、労働省、FRB、DatastreamよりMSRC作成

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等: みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会: 日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL: 03-5203-6501 FAX: 03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。